

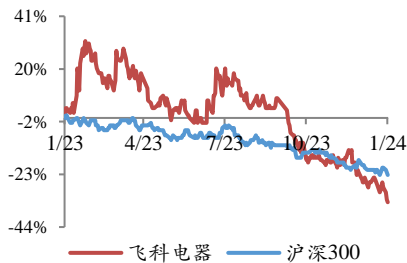
## 品牌结构升级，毛利改善延续

投资评级：买入（首次）

报告日期：2024-01-31

收盘价（元） 42.48  
近12个月最高/最低（元） 84.47/42.48  
总股本（百万股） 436  
流通股本（百万股） 436  
流通股比例（%） 100.00  
总市值（亿元） 185  
流通市值（亿元） 185

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：陈姝

执业证书号：S0010522080001

### 相关报告

### 主要观点：

#### ● 高端化战略持续推进，短期营收增速有所波动

作为国内个护小电龙头之一，公司持续优化品牌升级战略，形成以飞科主打年轻、高端，博锐承接性价比市场的品牌布局。23Q1-3 营收 39.9 亿元，同比+7.5%，归母净利润 8.3 亿，同比+11.5%；扣非归母净利润 7.1 亿元，同比+2.1%。其中 Q3 单季营收 13.2 亿元，同比-8.0%，阶段性下滑或主要由于去年同期高基数、消费整体弱复苏所致；归母净利润 2.2 亿元，同比-23.6%；扣非归母净利润 2.1 亿元，同比-23.2%。

#### ● 品牌结构调整拉升毛利率，渠道布局加码推高费率

品牌结构带动毛利率提升，新品推出支撑业绩增长。产品结构优化带动公司毛利率延续回升趋势。23Q1-3 公司毛利率 57.7%，同比+4.1 pp；Q3 单季毛利率 57.3%，同比+4.5 pp。23Q3 来公司持续推出高速电吹风、迪士尼联名剃须刀、太空小飞碟剃须刀等新品，有望持续放量支撑业绩持续增长、毛利率提升。此外，23 年 10 月公司获高新技术企业认定，自 23 年起三年内企业所得税率由 25% 调整为 15%，有望对公司 23 年业绩带来约 1.2 亿元的积极贡献。

渠道布局加码投入推高销售费用。公司加大新品推广、新兴渠道布局，23Q3 期间费用率+9.0pp，主要系销售费用率 30.9%，同比+8.6 pp，管理、研发、财务费用率分别 3.0%、2.0%、-0.1%，同比+0.2pp、+0.2pp、+0pp。

#### ● 投资建议

预计 23-25 年收入分别为 53.66、62.90、73.70 亿元，对应增速分别为 16.0%、17.2%、17.2%，归母净利润分别为 10.29、12.54、15.08 亿元，对应增速分别为 25.0%、21.9%、20.2%，对应 PE 分别为 17.99、14.75、12.27x。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### ● 风险提示

需求不及预期；行业竞争加剧；原材料大幅涨价；技术进步不及预期。

#### ● 重要财务指标

单位：百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	4627	5366	6290	7370
收入同比 (%)	15.5%	16.0%	17.2%	17.2%
归属母公司净利润	823	1029	1254	1508
净利润同比 (%)	28.4%	25.0%	21.9%	20.2%
毛利率 (%)	53.6%	56.3%	56.3%	56.2%
ROE (%)	24.0%	28.7%	25.9%	23.8%
每股收益 (元)	1.89	2.36	2.88	3.46
P/E	35.62	17.99	14.75	12.27
P/B	8.56	5.16	3.82	2.92
EV/EBITDA	25.37	13.17	10.76	7.85

资料来源：wind，华安证券研究所

数据截至 2024 年 1 月 31 日

## 正文目录

1 高端化战略持续推进，短期营收增速有所波动.....	4
2 品牌结构调整拉升毛利率，渠道布局加码推高费率.....	4
3 投资建议.....	5
风险提示：.....	5
财务报表与盈利预测.....	6

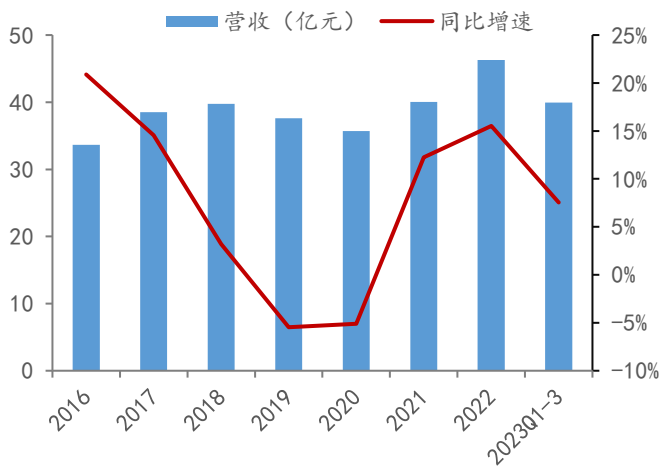
## 图表目录

图表 1 公司营收及增速.....	4
图表 2 公司扣非净利及增速.....	4

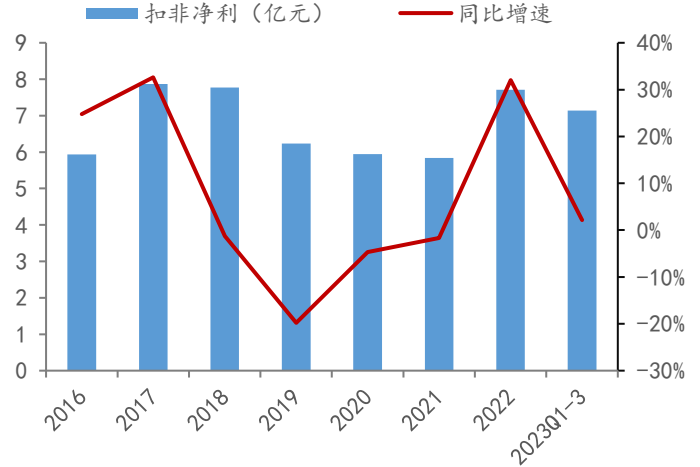
## 1 高端化战略持续推进，短期营收增速有所波动

作为国内个护小电龙头之一，2023年来公司对“博锐”品牌与“飞科”品牌定位进一步优化，对品牌的产品结构进行调整，形成“飞科”品牌进一步年轻化和高端化升级的同时，赋予“博锐”承接“飞科”品牌部分原有性价比市场的战略功能。公司2023Q1-3营收39.9亿元，同比+7.5%，归母净利润8.3亿，同比+11.5%；扣非归母净利润7.1亿元，同比+2.1%。其中Q3单季营收13.2亿元，同比-8.0%，营收的阶段性下滑或主要由于去年同期高基数、消费整体弱复苏所致；归母净利润2.2亿元，同比-23.6%；扣非归母净利润2.1亿元，同比-23.2%。

图表 1 公司营收及增速



图表 2 公司扣非净利及增速



资料来源：wind，华安证券研究所

资料来源：wind，华安证券研究所

## 2 品牌结构调整拉升毛利率，渠道布局加码推高费率

**品牌结构带动毛利率提升，新品支撑业绩增长。**飞科高端化、产品结构调整带动公司Q3毛利率持续提升。2023Q1-3公司毛利率57.7%，同比+4.1pp；Q3单季毛利率57.3%，同比+4.5pp。2023Q3来公司持续推出高速电吹风、迪士尼联名剃须刀、太空小飞碟剃须刀等新品，有望持续放量支撑业绩持续增长、毛利率提升。此外，减按15%所得税优惠落地，增厚业绩。2023年10月公司或高新技术企业认定，公司自2023年起三年内企业所得税率由25%调整为15%，1-9月按原所得税率多缴的部分预计于四季度进行返还。根据我们测算，所得税减免有望对公司2023年业绩带来约1.2亿元的积极贡献。

**渠道布局加码投入推高销售费用。**公司加大新品推广、新兴渠道布局，2023Q3费用率+9.0pp，主要系销售费用率30.9%，同比+8.6pp，管理、研发、财务费用率分别3.0%、2.0%、-0.1%，同比+0.2pp、+0.2pp、+0pp。公司毛利率延续改善趋势，积极渠道拓流推高销售费用。费用率阶段性上涨下，Q3净利率同比下降3.4pp至16.6%。

### 3 投资建议

预计 2023-2025 年收入分别为 53.66、62.90、73.70 亿元，对应增速分别为 16.0%、17.2%、17.2%，归母净利润分别为 10.29、12.54、15.08 亿元，对应增速分别为 25.0%、21.9%、20.2%，对应 PE 分别为 17.99、14.75、12.27x。首次覆盖，给予“买入”评级。

#### 风险提示：

需求不及预期；行业竞争加剧；原材料大幅涨价；技术进步不及预期。

**财务报表与盈利预测**

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>流动资产</b>	2571	3026	4405	6237	<b>营业收入</b>	4627	5366	6290	7370
现金	508	1325	1741	3955	营业成本	2146	2346	2750	3225
应收账款	277	319	450	471	营业税金及附加	43	48	57	66
其他应收款	24	21	32	30	销售费用	1142	1529	1761	2027
预付账款	77	84	99	116	管理费用	161	150	170	192
存货	652	195	951	482	财务费用	-6	-10	-26	-34
其他流动资产	1032	1082	1132	1182	资产减值损失	-8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	1776	1693	1645	1641	公允价值变动收益	12	0	0	0
长期投资	219	219	219	219	投资净收益	2	4	3	4
固定资产	1124	1089	1061	1063	<b>营业利润</b>	1048	1208	1472	1771
无形资产	196	196	196	196	营业外收入	50	0	0	0
其他非流动资产	237	189	168	162	营业外支出	11	0	0	0
<b>资产总计</b>	4347	4718	6050	7878	<b>利润总额</b>	1087	1208	1472	1771
<b>流动负债</b>	810	1029	1109	1431	所得税	264	181	221	266
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	823	1027	1252	1505
应付账款	510	728	762	1030	少数股东损益	0	-2	-3	-2
其他流动负债	300	301	347	401	<b>归属母公司净利润</b>	823	1029	1254	1508
<b>非流动负债</b>	108	106	106	106	EBITDA	1137	1306	1561	1856
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.89	2.36	2.88	3.46
其他非流动负债	108	106	106	106					
<b>负债合计</b>	918	1135	1215	1537					
少数股东权益	0	-2	-5	-7	<b>主要财务比率</b>				
股本	436	436	436	436	<b>会计年度</b>	<b>2022A</b>	<b>2023E</b>	<b>2024E</b>	<b>2025E</b>
资本公积	691	691	691	691	<b>成长能力</b>				
留存收益	2301	2459	3713	5221	营业收入	15.5%	16.0%	17.2%	17.2%
归属母公司股东权益	3428	3586	4840	6348	营业利润	34.2%	15.2%	21.9%	20.3%
<b>负债和股东权益</b>	4347	4718	6050	7878	归属于母公司净利	28.4%	25.0%	21.9%	20.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	53.6%	56.3%	56.3%	56.2%
					净利率 (%)	17.8%	19.2%	19.9%	20.5%
					ROE (%)	24.0%	28.7%	25.9%	23.8%
					ROIC (%)	22.5%	28.1%	25.2%	23.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率 (%)	21.1%	24.1%	20.1%	19.5%
					净负债比率 (%)	26.8%	31.7%	25.1%	24.2%
					流动比率	3.17	2.94	3.97	4.36
					速动比率	2.25	2.65	3.01	3.93
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	1.09	1.18	1.17	1.06
					应收账款周转率	13.76	18.00	16.36	16.00
					应付账款周转率	3.68	3.79	3.69	3.60
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益	1.89	2.36	2.88	3.46
					每股经营现金流薄)	1.87	4.05	1.22	5.46
					每股净资产	7.87	8.23	11.11	14.57
					<b>估值比率</b>				
					P/E	35.62	17.99	14.75	12.27
					P/B	8.56	5.16	3.82	2.92
					EV/EBITDA	25.37	13.17	10.76	7.85

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
<b>经营活动现金流</b>	816	1766	533	2379
净利润	823	1027	1252	1505
折旧摊销	109	113	118	124
财务费用	-1	0	0	0
投资损失	-2	-4	-3	-4
营运资金变动	-130	630	-833	755
其他经营现金流	970	396	2084	749
<b>投资活动现金流</b>	-210	-75	-116	-165
资本支出	-111	-29	-69	-119
长期投资	-116	-50	-50	-50
其他投资现金流	17	4	3	4
<b>筹资活动现金流</b>	-448	-874	0	0
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-446	-874	0	0
<b>现金净增加额</b>	160	817	416	2214

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

数据截至 2024 年 1 月 31 日

## 分析师与研究助理简介

**分析师：**陈姝，英国华威大学金融硕士，食品科学与工程专业本科，曾任职于长城证券，水晶球团队成员。

## 重要声明

### 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。